

L'INSTITUT CANADIEN

Les 6 et 7 juin 2006
Hôtel Loews Vogue, Montréal, Québec

JUSTE VALEUR MARCHANDE : UN CONCEPT LITIGIEUX

par

Richard M. Wise, FCA, CA•EJC, FEEE, ASA
Expert en évaluation d'entreprises

Wise, Blackman SENCRL
Évaluateurs d'entreprises • Juricomptables



PUBLICATION DE L'ARC EN MATIÈRE D'ÉVALUATION

- **Circulaire d'information IC 89-3,
*Exposé des principes sur
l'évaluation de biens mobiliers,*
25 août 1989**



L'INSTITUT CANADIEN
Les 6 et 7 juin 2006
Hôtel Loews Vogue, Montréal

Richard M. Wise, FCA, CA•EJC, FEEE, ASA
Wise, Blackman SENCRL
Évaluateurs d'entreprises • Juricomptables

POLITIQUES DE L'ARC

- «Nous limitons intentionnellement le nombre de politiques d'évaluation.»
- «Des politiques et positions d'évaluation trop fermes de l'ARC pourraient avoir comme effet de réduire l'indépendance de nos évaluateurs et pourraient porter préjudice à leur position d'expert indépendant devant la cour. C'est pourquoi nous sommes très réticents à lier notre personnel d'évaluation à des politiques internes formelles.»



POLITIQUES DE L'ARC

(SUITE)

- «L'ARC n'a aucune raison valable d'établir des politiques d'évaluation sensiblement différentes des décisions récentes prises par la cour canadienne de l'impôt relativement à des transactions fiscales.»
- «C'est pourquoi nous n'avons pas établi des politiques nationales sur des sujets contentieux d'évaluation tels les impôts latents, les escomptes pour intérêts minoritaires de tierces parties et les escomptes pour accroissement de l'offre ou de liquidité, ou encore les primes.»



ADOPTION DES RÈGLES DE L'ICEEE PAR L'ARC

Les normes suivies par l'Institut canadien des experts en évaluation d'entreprises (l'ICEEE) favorisent et maintiennent un degré élevé de confiance au sein du public à l'égard des pratiques professionnelles d'évaluation, en établissant des exigences pour divers types de tâches. Ces normes traitent de questions éthiques et définissent les exigences à respecter en matière d'intégrité, d'impartialité, d'objectivité, de jugement indépendant et de déontologie.



PROBLÉMATIQUES EN ÉVALUATION

Au niveau de la société :

- Approche d'évaluation adoptée
- Prémisse de valeur (continuité d'exploitation vs liquidation)
- Méthodes et techniques d'évaluation utilisées
- Ajustements aux résultats «normalisés»
- Taux de capitalisation (ratio cours/bénéfice) à appliquer aux résultats représentatifs de la société



PROBLÉMATIQUES EN ÉVALUATION

Au niveau de la société (suite) :

- Utilisation de la méthode d'actualisation des flux monétaires d'exploitation; vérification du caractère raisonnable des projections et des hypothèses utilisées
- Utilisation de la méthode des sociétés ouvertes comparables, vérifier la pertinence des sociétés comparables utilisées
- Identification et évaluation des actifs excédentaires
- Impact du caractère cyclique et/ou saisonnier des opérations sur les résultats représentatifs



PROBLÉMATIQUES EN ÉVALUATION

Au niveau de la société (suite) :

- Dépendance envers une personne clef
- Évaluation des éléments hors bilan
- Traitement des impôts latents sur les gains en capital non réalisés (est-ce que le paragraphe 88(1)(d) s'applique? («augmentation du coût indiqué»))
- Évaluation de l'impôt en main remboursable au titre de dividendes («IMRTD») pour les sociétés de portefeuille



PROBLÉMATIQUES EN ÉVALUATION

Au niveau de la société (suite) :

- Escompte de portefeuille pour la taille du portefeuille, la nature et la diversité des placements détenus
- Considérations relativement à la récupération de la déduction pour amortissement («DPA») et la perte de protections fiscales sur les actifs amortissables
- Qualité et fiabilité des projections financières utilisées pour les sociétés en phase de démarrage
- Prime pour acheteur spécial/stratégique



ESCOMPTES D'ÉVALUATION

Au niveau de la société :

- Impôts latents sur les gains en capital non réalisés pour les sociétés de portefeuille
- Escompte pour «désynergies» (coûts d'exploitation supplémentaires et frais de restructuration)



ESCOMPTES D'ÉVALUATION

Au niveau de la société (suite) :

- Escompte de portefeuille pour les sociétés de placements de portefeuille
- Escompte pour conglomérat



DÉCISIONS DU TRIBUNAL FISCAL AMÉRICAIN PERMETTANT LA RÉDUCTION DE VALEUR POUR IMPÔTS LATENTS SUR LES GAINS EN CAPITAL NON RÉALISÉS



Estate of Artemus D. Davis v. Commissioner

→ 110 T.C. 35 (30 juin 1998)



Irene Eisenberg v. Commissioner

→ No. 97-4331, 1998 U.S. App. LEXIS 20109 (2nd Cir., 18 août 1998)



Estate of Richard Simplot v. Commissioner

→ 112 T.C. 13 (1999), 1999 WL 152610



COUR CANADIENNE DE L'IMPÔT

«Quoique nous ne soyons pas liés par les jugements américains faisant jurisprudence qui ont été cités par les avocats, ces jugements sont dignes de respect et illustrent la manière dont des tribunaux américains, oeuvrant dans le cadre d'un régime législatif différent, ont cherché à résoudre des cas d'évaluation de biens qui étaient uniques en leur genre et parfois invendables. Il faut toutefois traiter de la jurisprudence étrangère avec circonspection.» [*Ma traduction.*]

L'honorable D.G.H. Bowman, juge en chef adjoint

Aikman c. La Reine

[2000] 2 CTC 2211; aff'd [2002] DTC 6874



L'INSTITUT CANADIEN
Les 6 et 7 juin 2006
Hôtel Loews Vogue, Montréal

Richard M. Wise, FCA, CA•EJC, FEEE, ASA
Wise, Blackman SENCRL
Évaluateurs d'entreprises • Juricomptables

COUR CANADIENNE DE L'IMPÔT

«L'argumentation a dans une large mesure porté sur un certain nombre de décisions de la United States Tax Court, qui avait eu à statuer sur des arrangements fort similaires. ... on doit faire preuve de prudence en examinant les arrêts étrangers faisant autorité, mais il faut néanmoins les considérer avec respect et ils peuvent être riches en enseignements s'ils traitent essentiellement du même problème.»

L'honorable D.G.H. Bowman, juge en chef adjoint
Klotz c. La Reine, 2004 CCI 147



L'INSTITUT CANADIEN
Les 6 et 7 juin 2006
Hôtel Loews Vogue, Montréal

Richard M. Wise, FCA, CA•EJC, FEEE, ASA
Wise, Blackman SENCRL
Évaluateurs d'entreprises • Juricomptables

DROITS DE VOTE POUR UNE STRUCTURE DU CAPITAL DE DEUX CATÉGORIES D' ACTIONS

Évaluation possible de trois types d'actionnaires distincts :

1. Actions ordinaires votantes représentant des participations majoritaires
2. Actions ordinaires votantes représentant des participations minoritaires
3. Actions ordinaires non votantes



PROBLÉMATIQUES EN ÉVALUATION

Au niveau de l'actionnariat :

- Méthodes d'évaluation utilisées :
 - Approche globale des marchés «Top-down»
 - Approche analytique des marchés «Bottom-up», ou
 - Approche du marché «Market-based»



PROBLÉMATIQUES EN ÉVALUATION

Au niveau de l'actionnariat (suite) :

- Pour une société de portefeuille, une approche fondée sur l'actif peut-elle être utilisée si l'actionnaire ne peut pas forcer la liquidation de la société selon les statuts constitutifs de celle-ci (par résolution spéciale)?



ESCOMPTES D'ÉVALUATION

Au niveau de l'actionnariat :

- Escompte pour participations minoritaires dans des sociétés sous contrôle familial
- Escompte de liquidité (manque de négociabilité) sur ces actions
- Escompte pour accroissement de l'offre
- Impôt sur le revenu des particuliers — si l'IMRTD est inclus dans la juste valeur marchande de la société

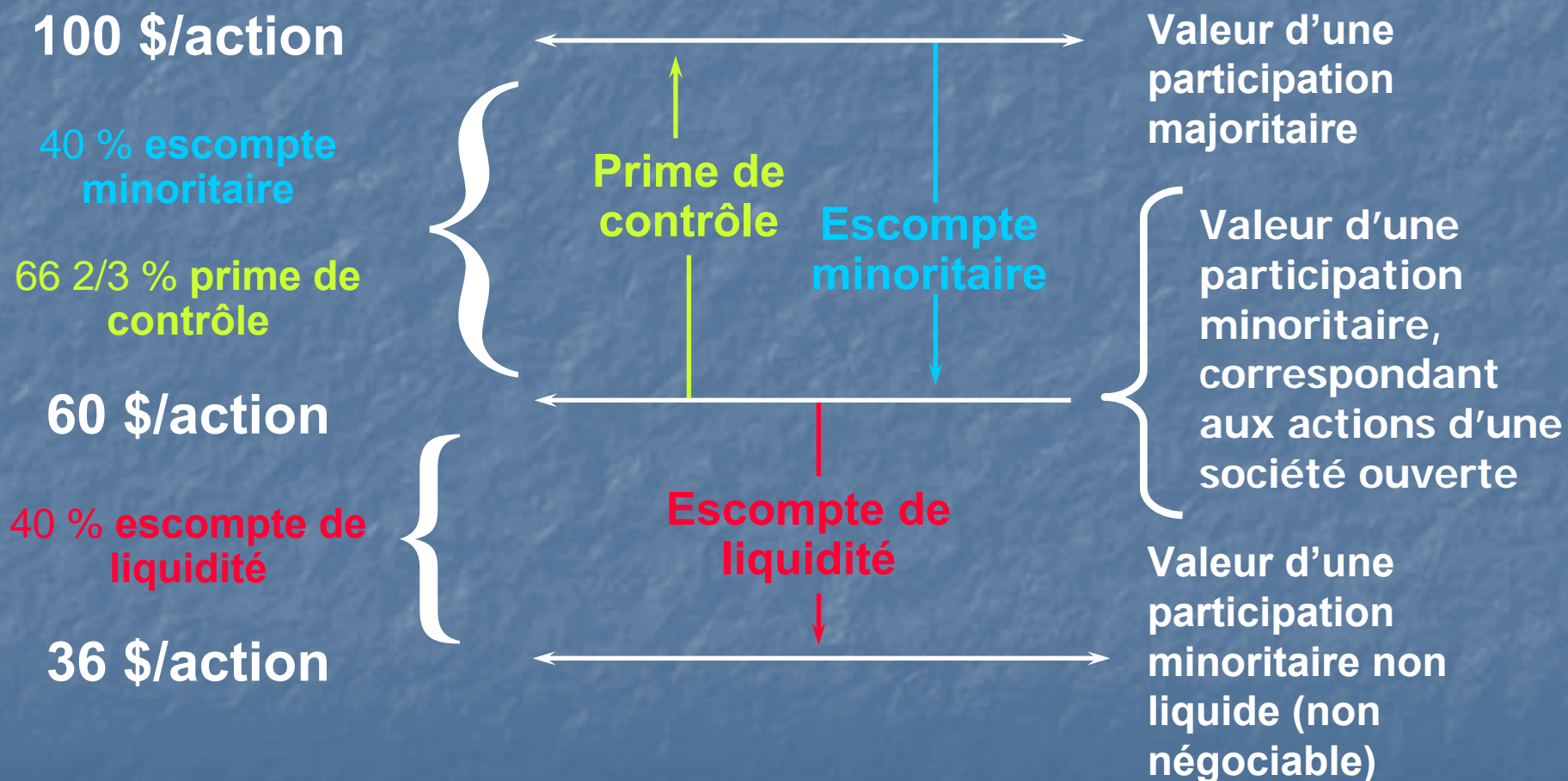


NIVEAUX RELATIFS DE VALEUR



POSITIONS MAJORITAIRES vs MINORITAIRES DANS DES SOCIÉTÉS PRIVÉES

Exemple des relations entre les primes de contrôle, les escomptes de participations minoritaires et les escomptes de liquidité (manque de négociabilité)



ARC

CIRCULAIRE D'INFORMATION IC 89-3

«Lorsqu'il est persuadé que la documentation fournie témoigne d'un contrôle constant exercé par le groupe, le Ministère attribue une valeur proportionnelle aux actions des différents membres, sans appliquer un escompte comme dans le cas d'actionnaires minoritaires
Chaque cas est traité selon ses propres mérites.»



ÉVALUATIONS POUR FINS D'IMPÔT SUR LE REVENU POSITIONS DE L'ARC CONCERNANT L'ESCOMPTE POUR INTÉRÊTS MINORITAIRES

DANS LE CADRE D'UN CONTRÔLE FAMILIAL OU DE GROUPE (*Circulaire d'information IC 89-3*)

- «La présomption qu'un groupe d'actionnaires reliés a agi de façon concertée pour contrôler une corporation peut être réfutée.»
- «Lorsqu'il est reconnu qu'une famille contrôle la corporation est reconnu, le Ministère emploie une évaluation proportionnelle pour les actions de chaque membre du groupe familial.»
- «Chaque cas est traité selon ses propres mérites.»



PROBLÉMATIQUES EN ÉVALUATION

Au niveau de l'actionnariat (suite) :

- Prime pour acheteur spécial/stratégique

Actionnaire A

49 %

33 1/3 %

Actionnaire B

49 %

33 1/3 %

Actionnaire C

2 %

33 1/3 %

Total

100 %

100 %



JUSTIFICATION POUR ESCOMPTE DE LIQUIDITÉ

APPROCHES CONSIDÉRÉES PAR LE TRIBUNAL FISCAL AMÉRICAIN (U.S. TAX COURT) :

APPROCHE PRE-PAPE

Prix sur le marché des actions d'une société publique suite à un premier appel public à l'épargne («PAPE»)

VS

Prix de transactions privées de la même société avant le PAPE



JUSTIFICATION POUR ESCOMPTE DE LIQUIDITÉ (SUITE)

APPROCHE DES ACTIONS SUBALTERNES

Placement privé d'actions subalternes de sociétés publiques

VS

Leurs équivalents qui se négocient publiquement (actions avec des caractéristiques identiques aux actions subalternes, à l'exception qu'elles sont négociées publiquement)



JUSTIFICATION POUR ESCOMPTE DE LIQUIDITÉ

APPROCHE QUANTITATIVE

Utilisation de modèles quantitatifs, utilisant les critères généralement considérés par les investisseurs sur le marché :

- Rendement de l'action (dividendes)
- Période de détention requise
- Augmentation de la valeur de l'action (appréciation du capital)
- Liquidité de l'action



FACTEURS CONSIDÉRÉS LORS DE LA QUANTIFICATION DE L'ESCOMPTE DE LIQUIDITÉ

- Restrictions sur le transfert des actions
- Période de détention requise
- Période de détention requise pour obtenir un retour approprié sur investissement
- Dividendes durant la période de détention
- Augmentation de la valeur de l'action durant la période de détention



FACTEURS CONSIDÉRÉS LORS DE LA QUANTIFICATION DE L'ESCOMPTE DE LIQUIDITÉ (SUITE)

- Nature de la société
- Direction
- Degré de contrôle de l'actionnaire
- Politique de rachat d'actions de la société
- Position de la société dans l'industrie



BLACK c. BLACK MANQUE DE LIQUIDITÉ ET MANQUE DE CONTRÔLE

« ... Les faits suivants ont été les facteurs les plus déterminants de la valeur de la participation de l'époux dans la société [une participation de 50 % dans une société de portefeuille dont l'autre actionnaire est Conrad Black, son frère] : *le manque de liquidité élevé* de ces participations et leur dépendance envers un important bailleur de fonds externe, ainsi, un acheteur intéressé par ces participations n'obtiendrait pas le contrôle ou le quasi-contrôle de leurs sociétés publiques sous-jacentes» [*Je souligne. Ma traduction.*]

L'honorable M. le juge Walsh
Black c. Black
(1988) 18 RFL (3d) 303 (Ontario HC), 313



CLAUSE DE NON-CONCURRENCE

- Obtenir les hypothèses sous-jacentes aux projections selon les deux scénarios suivants :
 1. Sans clause de non-concurrence
 2. Avec clause de non-concurrence
- Période de projections financières utilisée
- Qualité de ces projections
- Estimation des pertes de revenus en l'absence de la clause de non-concurrence



CLAUSE DE NON-CONCURRENCE

(SUITE)

- Revenus projetés en présence de la clause de non-concurrence
- Coûts supplémentaires pour restreindre la compétition (tels que l'augmentation des frais de publicité, la réduction des prix, etc.) en l'absence de la clause de non-concurrence
- Multiple de capitalisation à appliquer aux résultats d'exploitation selon les deux scénarios, considérant les facteurs de risque applicables à chaque scénario



TEST DE RÉALITÉ ÉCONOMIQUE AUX ÉTATS-UNIS

- Expérience et compétence du vendeur pour compétitionner
- Intention du vendeur de compétitionner
- Capacité financière du vendeur pour compétitionner
- Dommages que pourraient subir l'acheteur en cas de compétition de la part du vendeur
- Relations qu'entretient le vendeur avec les clients, les fournisseurs et autres intervenants de l'industrie.



TEST DE RÉALITÉ ÉCONOMIQUE AUX ÉTATS-UNIS (SUITE)

- Intention du vendeur de demeurer dans la même région géographique
- Intention de l'acheteur d'éliminer la compétition
- Restrictions quant à la durée et à la région géographique définies dans la clause de non-concurrence
- Possibilité de faire respecter la clause de non-concurrence par les autorités locales compétentes en cas de bris de la clause de non-concurrence
- Âge et santé du vendeur



TEST DE RÉALITÉ ÉCONOMIQUE AUX ÉTATS-UNIS (SUITE)

- Les paiements rattachés à la clause de non-concurrence sont-ils pro ratés en fonction de la participation du vendeur dans la société vendue?
- Les paiements cessent-ils lors d'un bris de la clause de non-concurrence ou à la mort du vendeur?
- Existence de négociations actives sur les termes et conditions de la clause de non-concurrence et sur la valeur de celle-ci



NEUF FACTEURS À CONSIDÉRER POUR DÉTERMINER LE CARACTÈRE RAISONNABLE DE LA RÉMUNÉRATION VERSÉE AUX EMPLOYÉS ET AUX ACTIONNAIRES

1. Compétences de l'employé
2. Nature, étendue et complexité des tâches de l'employé
3. Taille et complexité de la société
4. Comparaison de la rémunération versée par rapport au bénéfice brut et au bénéfice net
5. Contexte économique



NEUF FACTEURS À CONSIDÉRER POUR DÉTERMINER LE CARACTÈRE RAISONNABLE DE LA RÉMUNÉRATION VERSÉE AUX EMPLOYÉS ET AUX ACTIONNAIRES (SUITE)

6. Comparaison de la rémunération versée par rapport aux distributions remises aux actionnaires
7. Taux de rémunération salariale comparativement à des postes semblables dans des sociétés similaires
8. Politique de rémunération salariale vis-à-vis tous les employés
9. Rémunération salariale versée les années précédentes



ÉVALUATION DES ACTIONS PRIVILÉGIÉES RACHETABLES AU GRÉ DU DÉTENTEUR

CARACTÉRISTIQUES MINIMALES

- a) Être rachetable au gré du détenteur au montant de rachat convenu;
- b) Priorité en cas de dissolution, liquidation ou rachat;



ÉVALUATION DES ACTIONS PRIVILÉGIÉES RACHETABLES AU GRÉ DU DÉTENTEUR

CARACTÉRISTIQUES MINIMALES

(SUITE)

- c) L'émetteur ne peut pas payer de dividendes à d'autres catégories d'actions, qui auraient comme impact de réduire la juste valeur marchande des actions privilégiées sous leur valeur de rachat convenu;
- d) Droits de vote sur des sujets spécifiques tels changements aux privilèges, droits, conditions et limitations rattachés aux actions.



ÉVALUATION DES ACTIONS PRIVILÉGIÉES RACHETABLES AU GRÉ DU DÉTENTEUR

■ **Considérations :**

- Impôts à payer par Holdco lors de la vente ultime des actions de Opco pour financer le paiement du rachat des actions
- Le rachat par Holdco des actions privilégiées pourrait créer des impôts pour les actionnaires
- Holdco est-elle une coquille sans actifs, qui ne détient que les actions de Opco?



ÉVALUATION DES ACTIONS PRIVILÉGIÉES RACHETABLES AU GRÉ DU DÉTENTEUR (SUITE)

■ **Considérations :**

- Dividendes — fixes, basés sur un pourcentage fixe de la valeur attribuée aux actions, ou encore selon un pourcentage variable
- Fréquence du paiement des dividendes — annuelle, semi-annuelle, trimestrielle ou mensuelle
- Dividendes cumulatifs ou non
- Actions votantes en toutes circonstances



ÉVALUATION DES ACTIONS PRIVILÉGIÉES RACHETABLES AU GRÉ DU DÉTENTEUR (SUITE)

- **Considérations :**
 - Actions échangeables
 - Capacité financière de l'émetteur de racheter les actions à la demande du détenteur
 - Viabilité financière de la société, structure du capital et résistance de la société à un contexte économique défavorable ou à un repli cyclique de l'industrie
 - Niveau de priorité des dépenses par rapport aux flux monétaires d'exploitation de l'émetteur



ESCOMPTE POUR HOMME/FEMME CLEF

Peut-être considéré par la réduction de :

- Résultats normalisés, pour obtenir les résultats représentatifs en l'absence de la personne clef
- Multiple de capitalisation appliqué au résultats normalisés non ajustés pour l'absence de la personne clef
- Projections des flux monétaires d'exploitation futurs ou des résultats à être actualisés
- Juste valeur marchande obtenue de la société



FACTEURS À CONSIDÉRER

- Montant de la police d'assurance pour la personne clef à payer à la société
- Disponibilité d'une nouvelle équipe de direction compétente ayant une rémunération semblable à celle de la personne clef
- Existence d'employés ou d'une équipe de direction prêts à remplir les responsabilités de la personne clef
- Étendue de l'implication de la personne clef dans les opérations quotidiennes de la société



ESCOMPTE POUR HOMME-CLÉ

- «L'escompte pour homme-clé reconnaît que la contribution de M. Robitaille est si importante qu'il y a une certitude que les niveaux de bénéfices actuels seront négativement affectés si Marine devait perdre ses services. ... »

L'honorable juge P. Archambault, *Les Placements A & N Robitaille Inc. et Le Ministre du revenu national*, Cour canadienne de l'impôt, 95 DTC 68.



ESCOMPTE POUR HOMME-CLÉ (SUITE)

- «... je crois qu'il est essentiel de reconnaître un escompte pour homme-clé, comme l'a fait M. Wise dans son rapport. La preuve a clairement révélé que M. Robitaille joue un rôle prépondérant dans l'exploitation de cette entreprise. Je suis convaincu que si M. Robitaille devait quitter cette entreprise, Marina-Québec souffrirait une diminution importante de ses bénéfices. Dans les circonstances, je crois raisonnable de retenir un taux d'escompte de 35 %.»

L'honorable juge P. Archambault, *Les Placements A & N Robitaille Inc. et Le Ministre du revenu national*, Cour canadienne de l'impôt, 95 DTC 68.

